



保险

2011.09.26

车险周期：政策管用吗？

——我国车险费率改革分析



彭玉龙



021-38676683



pengyulong@gtjas.com



编号 S0880511010025

本报告导读：

国外经验与国内历史表明，费率是管制还是市场化不能决定车险周期。在目前盈利能力和汽车销量下，新一轮车险竞争难以避免，费率市场化不过是顺水推舟，但监管加强和资本市场低迷对竞争形成有力制约，因此车险盈利已到顶峰，但盈利周期可持续。

摘要：

- 从全球市场来看，车险综合成本率有一定的周期性，承保周期大多在 5 年左右。承保利润总体不高，大部分时期综合成本率在 100% 以上，但近期中枢在下移。
- 从美国数据来看，车险综合成本率的周期变化源于价格变化。在车险价格到达最低点 1-2 年之内，综合成本率到达最高点，然后价格逐渐上升到最高点，综合成本率随之到达最低。
- 车险价格与资本市场有着完美的负相关，因为资本市场对公司盈利有重要影响，从影响价格竞争行为。**车险价格管制短期内有明显影响，但不能影响周期**，而美国汽车销量对车险价格的影响也不明显。
- 产险估值与车险价格正相关且基本同步，总体有效。当车险价格上升时，产险公司的市盈率上升，上升速度快于市场；反之，当车险价格下降时，则估值水平下降且快于市场。由于综合成本率迟于车险价格，因而很多产险公司的估值水平与承保利润率存在反向关系。
- 但市场可能高估政策的影响，美国市场对车险费率放开就存在**过度反应**：费率放开后，车险价格很快就触底反转，但市场的负面反应却持续了较长一段时间。
- 为什么价格管制阶段的综合成本率高于自由竞争能力阶段？我国车险市场 2003-2006 年属于自由竞争阶段，2007-2010 是价格管制阶段，但是，2007-2010 年的综合成本率明显高于 2003-2006 年，原因是后一阶段的费用率大幅高于前一阶段，价格管制管不住费用竞争。
- 公司盈利和汽车销量是我国车险竞争的两大源动力，2007 年开始的竞争主要源于 2006-2007 年牛市带来的投资收益，虽有价格管制，但通过费用等方式的激烈竞争，导致费用率上升，承保亏损。
- 从公司盈利与汽车销量来看，**新一轮的车险竞争难以避免**，但车险信息平台的完善、监管能力的加强、资本市场的持续低迷将对**恶性竞争形成有力制约**。
- 已赚保费的最高期虽然出现在 2011 年 1 季度，但 2010 年 2 季度至 2012 年 1 季度均处于高位。不过，盈利增速的下降却无可避免。
- 平安和太保隐含的产险业务估值水平只有 10 倍市盈率，无论是相对于香港上市的中国财险还是国外产险公司，这一估值水平偏低。即使未来盈利增速下降，估值水平也不应再下降。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

中国人寿	增持
中国太保	增持
中国平安	增持

相关报告

保险：《寿险继续低迷，股债双杀或近尾声》	2011.09.15
保险：《短期承压，前程远大》	2011.09.04
保险：《中国版 401K 将催生寿险黄金 20 年》	2011.08.28
保险：《“加息利好”此次有望兑现》	2011.07.06
保险：《重回 08，战略进攻！》	2011.06.07

目 录

1. 车险周期与价格竞争.....	3
1.1. 车险周期通常为 5 年左右.....	3
1.2. 车险周期源于价格竞争.....	4
1.3. 价格竞争：管制放松、汽车销量与资本市场的影响.....	4
2. 市场反应.....	6
2.1. 市场有效，估值水平与车险价格正相关.....	6
2.2. 公司股价反应理性预期.....	7
2.3. 市场可能高估政策效应.....	9
3. 我国车险改革与车险周期.....	9
1.1. 车险改革历程.....	9
1.2. 政策重要吗？价格管制管不住竞争！.....	10
1.3. 车险竞争的源动力是什么？公司盈利与汽车销量！.....	11
1.4. 当前的费率市场化改革不过是顺水推舟.....	12
1.5. 盈利景气度可持续，增速下降无可避免.....	13
4. 结论与建议.....	14

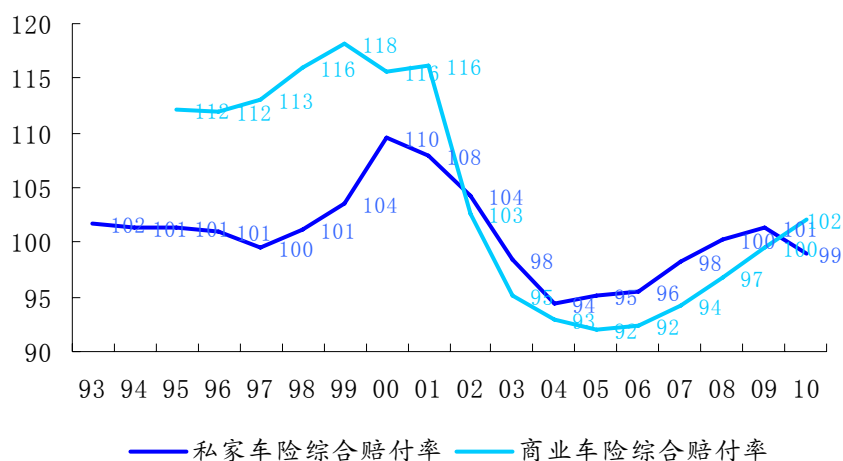
1. 车险周期与价格竞争

1.1. 车险周期通常为 5 年左右

从全球市场来看，车险综合成本率有一定的周期性。美国车险的承保周期在 5 年左右，虽然美国车险近 20 年来的综合成本率多数年份在 100% 以上，即承保是亏损的，但近年承保情况有所改善，2003-2008 年，美国私家车险最低综合成本率 94%，商业车险最低为 92%，2009-2010 年上升至 100% 左右。

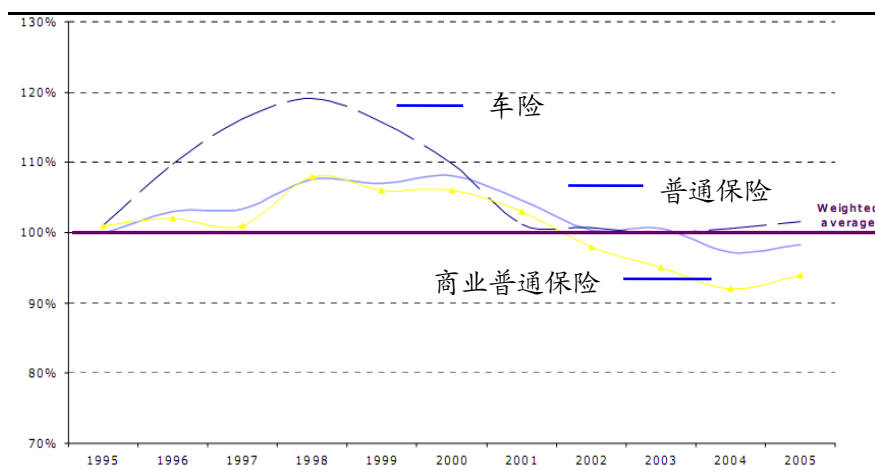
英国产险市场上承保周期一般在 5-7 年，其中，车险大部分年份内的综合成本率都在 100% 以上，基本处于承保亏损的状态。香港地区的承保盈利周期则在 4-5 年之间，而且承保盈利状况和宏观经济形势有很大的关系，98 年和 08 年金融危机中，承保盈利都急速下滑，跌到 -10% 以下。

图 1：美国私家车险最低综合成本率 94%，商业车险最低为 92%



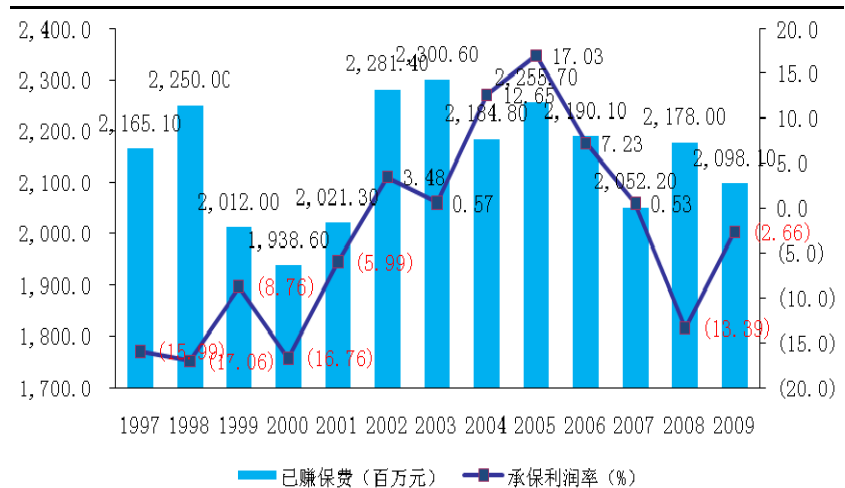
数据来源：III，国泰君安证券。

图 2：英国财险市场综合成本率



数据来源：Association of British Insurers，国泰君安证券

图 3：香港车险市场承保利润与保费



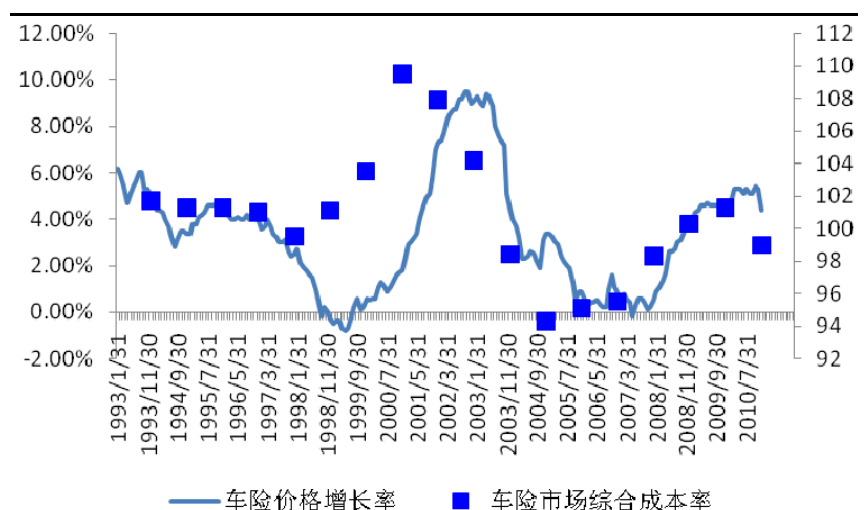
数据来源：香港保险业监理处年报，国泰君安证券

1.2. 车险周期源于价格竞争

车险综合成本率的周期变化，源于价格竞争。观察美国数据，在一个盈利周期内，车险价格到达最低点大约 1-2 年之内，综合成本率到达最高点，然后价格逐渐上升到最高点，综合成本率随之到达最低。

例如，在 2000-2003 年，由于医疗费用和汽车修理费的上涨，车辆责任案件中高额的陪审团裁决金额，以及纽约、佛罗里达和马萨诸塞州等州日益严重的车险欺诈问题，美国车险价格不断上涨，到 2003 年，车险价格上升到最高点，此后的 2004 年，综合成本率下降至 98.9%，实现承保盈利。

图 4：综合成本率滞后车险价格 1-2 年



数据来源：Insurance Information Institute，国泰君安证券

1.3. 价格竞争：管制放松、汽车销量与资本市场的影响

从美国的数据，我们发现，车险价格的变化主要是由产险公司的盈利情况决定的，资本市场是影响车险价格的重要因素，因为资本市场对产险公司的盈利有重要影响，管制放松短期内有明显影响，但不能影响整个周期，汽车销量对车险价格的影响不明显。

管制放松

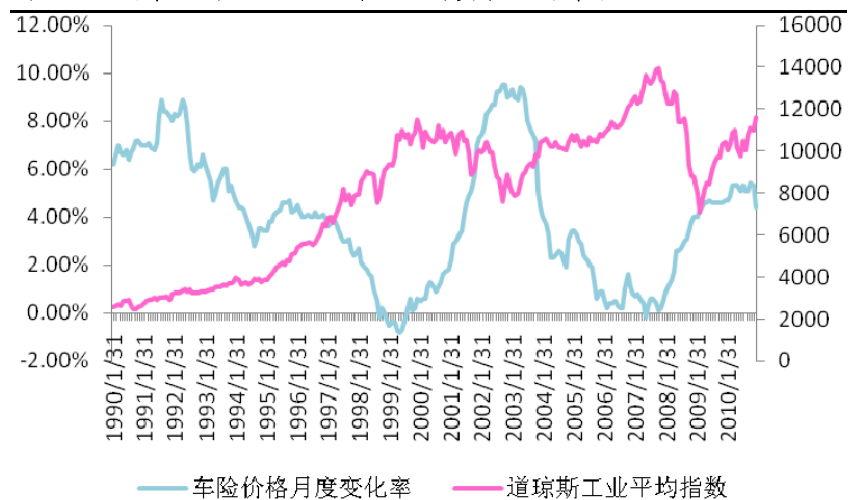
美国 1999 年通过 GLB（Gramm-Leach-Bliley Act）法案，显著地降低了包括保险业在内的各项金融产品和服务定价方面的限制。这一价格管制的放松使得各家车险公司通过价格战扩大市场，车险价格迅速下降，在价格下降期间，综合成本率不断上升，从 99 年的 108.1% 上升到 01 年的 115.9%。

但是，车险价格随后便转头向上，价格管制放松政策出台后实际上是车险价格周期的底部。而且，在价格管制放松政策出台前，车险价格已经下降了很长一段时间。显然，管制政策不能决定价格竞争的周期。

资本市场

投资收益影响产险公司盈利，从而影响承保政策和车险价格，投资收益好时更容易引发价格战。在资本市场高涨时，保险公司一般会降低费率，通过价格战来扩大市场，吸纳资金，再以资本市场的收益来弥补承保利润的损失。从下图可以看出，车险价格与市场指数的负向关系非常明显：99 年道琼斯指数突破 10000 点，资本市场的繁荣成为了车险价格战的后盾，而 02、03 年道琼斯指数再次回到 8000 左右，对应年份的车险价格增长率也到达最高。

图 5：美国车险价格与道琼斯指数的负相关非常明显

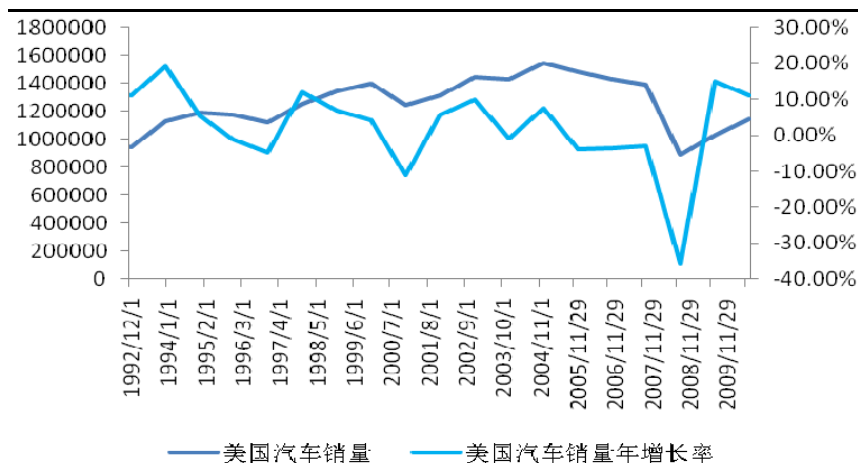


数据来源：Insurance Information Institute, Bloomberg, 国泰君安证券

汽车销量

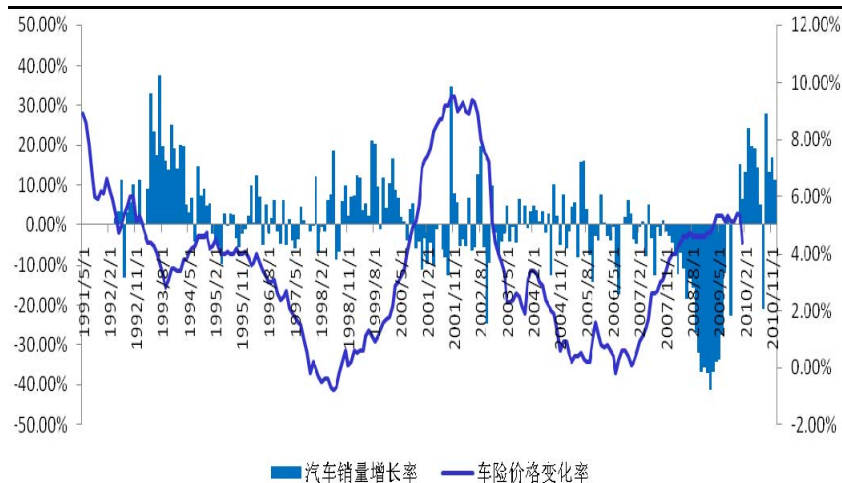
美国市场上，汽车销量与车险价格关系不大，主要原因是美国车辆销售已到成熟期，多年来稳定在 1000-1400 万辆，每年销售量增长率基本在正负 10% 左右。虽然 08 年因金融危机导致汽车销量有大幅下降，但随即又回复到正常波动范围。

图 6：美国汽车销量多年来变化不大



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券

图 7：汽车销量与车险价格关系不明显



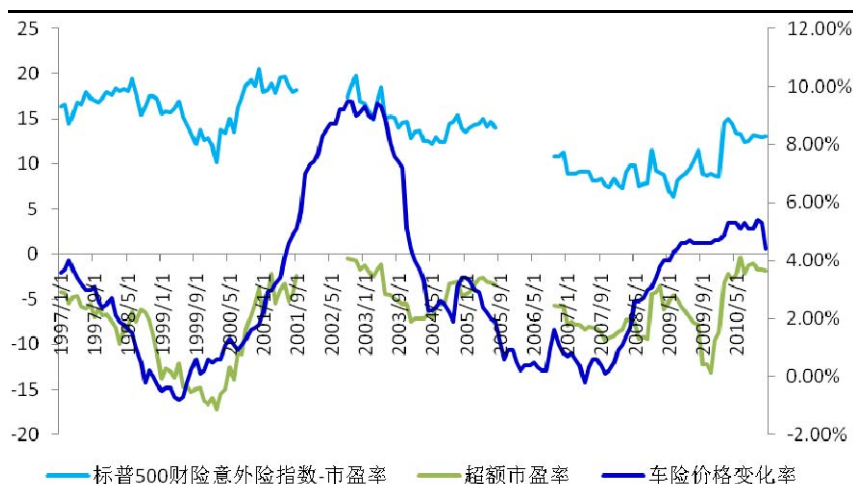
数据来源：Insurance Information Institute，Bloomberg，国泰君安证券。

2. 市场反应

2.1. 市场有效，估值水平与车险价格正相关

从市场的反应来看，总体上是有效的。产险指数的市盈率与车险价格基本同步且正相关。也即车险价格上升时，产险公司的估值水平（市盈率）也上升，并且估值上升的速度快于整个市场（超额市盈率）；同样，当车险价格下降时，则估值水平下降。

图 8：产险公司估值水平与车险价格变动



数据来源：Insurance Information Institute, Bloomberg, 国泰君安证券。注：超额市盈率是以行业市盈率减去标普市盈率的差，下同。由于产险公司在盈利在 2001-2002, 2005-2006 两个阶段过低，导致市盈率异常，在图中未显示。

由于车险价格与资本市场负相关，因此，当资本市场上涨时，车险价格往下，产险公司的市场市盈率较低，且低于整体市场水平；当资本市场下跌时，车险价格往上，产险公司市盈率较高，且高于整体市场水平。

表 1：产险公司在车险价格上行时获得高于市场的估值水平

	1998-1999	2001-2003
资本市场	上涨	下跌
车险价格	往下	往上
市盈率	较低	较高
超额市盈率	负，较低	正，较高

数据来源：国泰君安证券

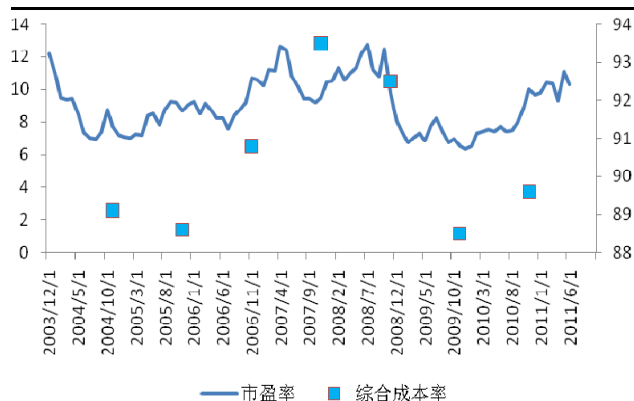
2.2. 公司股价反应理性预期

美国的专业车险公司 Infinity 和 Mercury General 的市盈率与综合成本率基本是正向的，即公司盈利达到低点时，市盈率达到高点，这与前面关于市场估值水平与车险价格的研究是一致的，因为当综合成本率达到高点时，车险价格已经开始上涨，估值水平会跟随车险价格上升。英国产险公司 AMLine 的市场反应也类似。

中国财险（人保财险）在香港联交所的表现也差不多，只是绝对估值水平要高，正常市盈率保持在 20 倍左右。

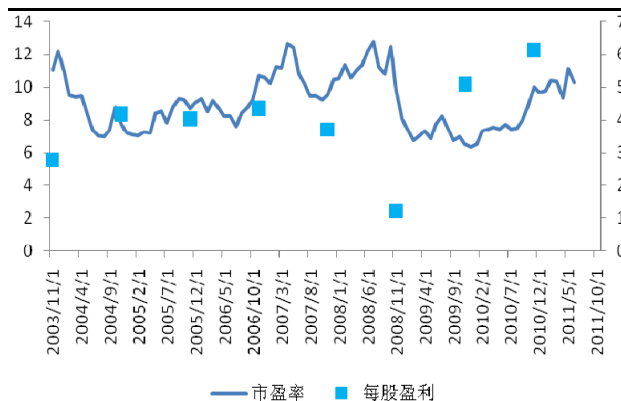
这意味着产险公司的周期性已经得到市场的充分认识，估值水平体现了理性预期，难以出现估值水平与盈利水平双杀或双击的情况。

图 9: Infinity 财险公司综合成本率与市盈率



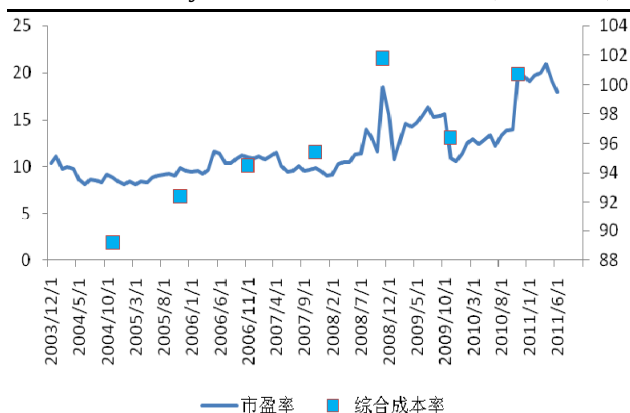
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 10: Infinity 财险公司每股盈利与市盈率



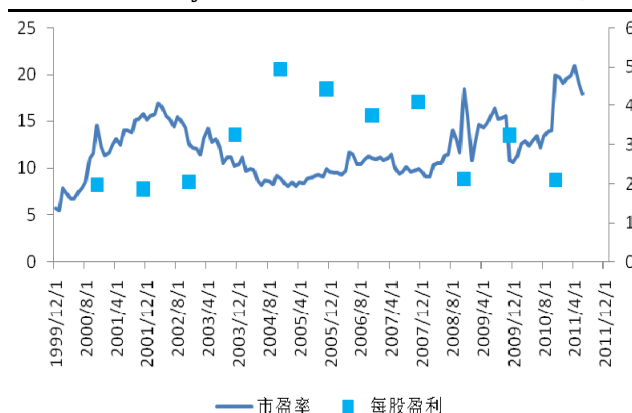
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 11: Mercury General 公司综合成本率与市盈率



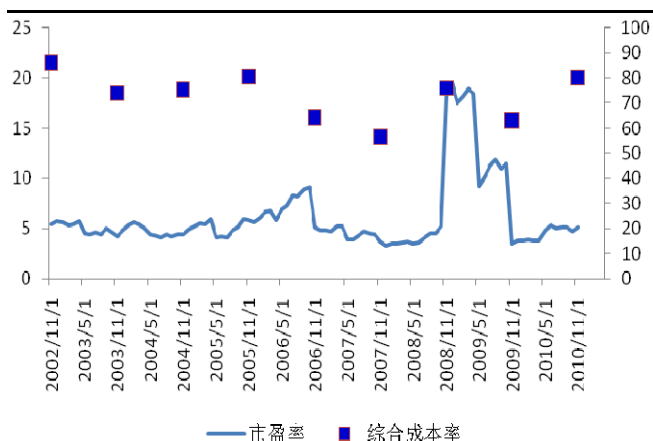
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 12: Mercury General 公司每股盈利与市盈率



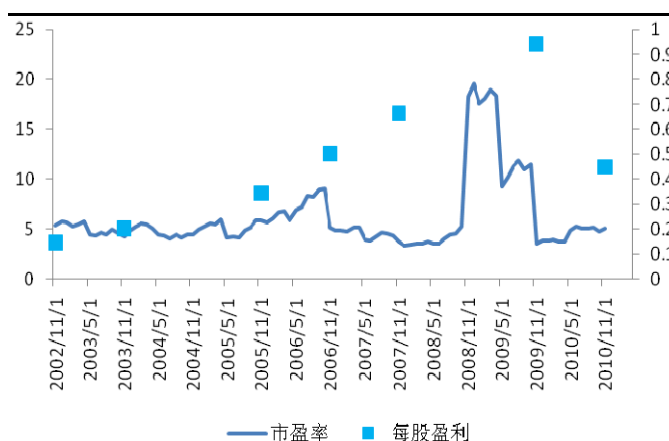
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 13: AMLine 公司综合成本率与市盈率



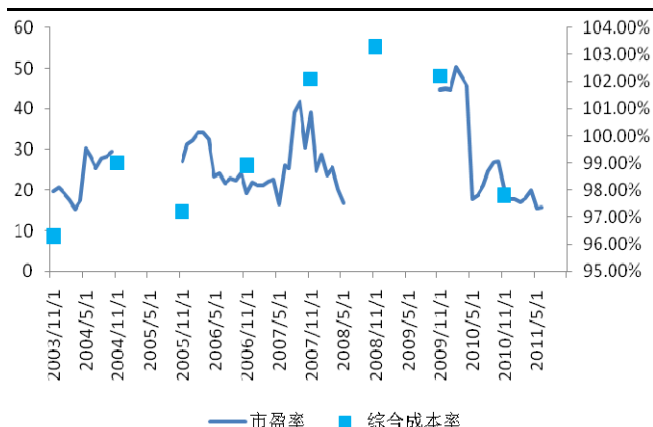
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 14: AMLine 公司每股盈利与市盈率



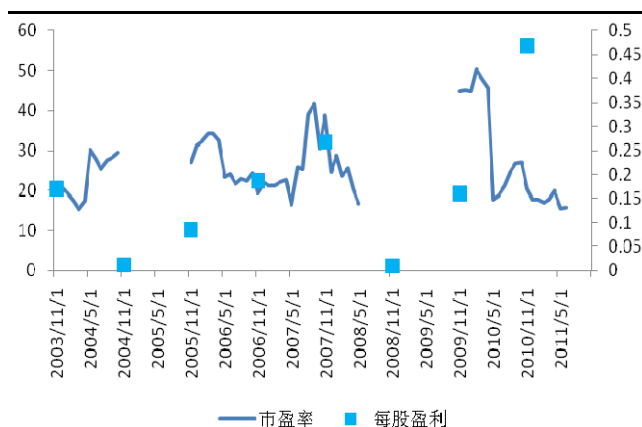
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 15: 中国财险综合成本率与市盈率



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

图 16: 中国财险每股盈利与市盈率



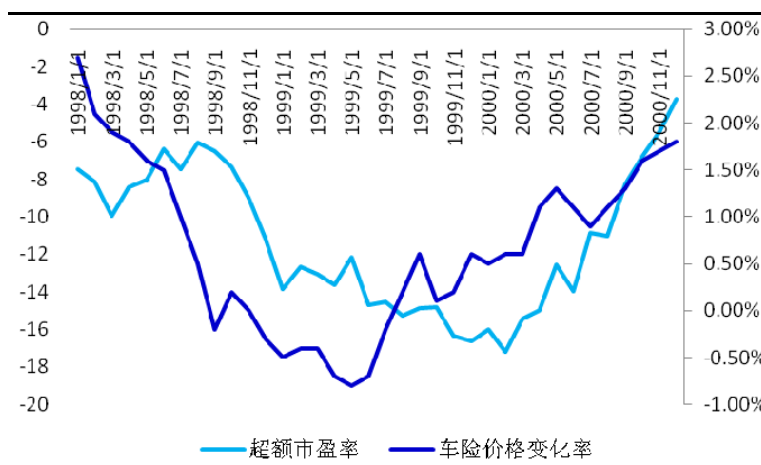
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

2.3. 市场可能高估政策效应

当 1999 年价格管制放松时, 车险价格下降, 产险公司市盈率低于市场水平, 且不断走低。然而, 车险价格随后不久便止跌回升, 但产险公司的估值水平继续下降, 直到三个季度后车险价格趋势明显确立时才上升。

从美国车险政策的市场反应可以看出, 市场对政策效应也是高估的, 事实上, 政策并不能改变周期, 当周期很快反转时, 市场反应要慢半拍。

图 17: 1998 年至 1999 年, 车险价格下降带动超额市盈率下降



数据来源: Insurance Information Institute, Bloomberg, 国泰君安证券

3. 我国车险改革与车险周期

1.1. 车险改革历程

近年我国车险改革经历了这么几个阶段:

- 1998 年前, 人保制定车险条款费率, 市场没有竞争。
- 1998 年保监会成立后, 于 2001-2002 年在广东进行了车险费率市场化改革试点。
- 2003-2006 年, 全国取消车险统一条款和费率, 期间费率变化较大。
- 2007-2010 年, 统一推出 ABC 三款险种 (人保、平安、太保), 各

保险公司择一执行。其中：选 A 款（人保款）的公司有 10 家，当时市场份额占 75%，选 B 款（平安款）也有 10 家，当时市场份额占 14%，选 C 款（太保款）的有 3 家，当时市场份额占 12%。这三款险种差别不大，名为三分天下，实则一统江湖。

近年最主要的两个阶段：2003-2006 年属于自由竞争阶段，2007-2010 是价格管制阶段。

表 2：我国商业车险近年费率改革历程

阶段	政策	后果
1998 年前	保监会尚未成立，人保制定条款费率	市场缺乏竞争
局部试点 2001-2002	1998 年，保监成立，于 2001 年 10 月 1 日在广东试行车险费率市场化改革	深圳车均保费由 2001 年一季末的 6683 元下降到 2002 年同期的 4070 元，下降近 40%
全国市场化 2003-2006	保监会发布《关于改革机动车辆保险条款费率管理制度的通知》，从 2003 年 1 月 1 日起取消车险统一条款和费率	2003 年 1-4 月份，各保险人纷纷降低费率，车险价格整体下调了 10% - 15%，到年末出现亏损，2004 年的车险市场涨声四起，到当年 7 月为止，总体上浮比例为 10% - 30% 不等。如人保的车险费率分别于 2003 年年底、2004 年 4 月 1 日、6 月 10 日进行了 3 次大的调整。平安、太平洋等公司也纷纷作了较大的变动。
三分天下，一统江湖 2007-2010	由全国保险业协会统一推出 ABC 三款险种（人保、平安、太保），各保险公司择一执行，此后又推出 7 折令；2008 年保监会出台《关于进一步规范财产保险市场秩序工作方案》，进一步整顿市场。	三款车险没有太大的差异，相当于又回到了统一条款的年代。但是，统一条款并未防止竞争，手续费竞争异常激烈，而电话车险的推出也为价格竞争开了一扇窗。
新一轮试点 2011-	2011 年 1 月，《关于在深圳开展商业车险定价机制改革试点指导意见》出台，2011 年 9 月，保监会出台《关于加强机动车辆商业保险条款费率管理的通知（征求意见稿）》	拭目以待

数据来源：中国保监会，国泰君安证券

1.2. 政策重要吗？价格管制管不住竞争！

虽然 2003 开启了市场化改革，费率（车险价格）也经过大幅的波动，但 2003-2006 年这段时期内的承保还是盈利的，人保、平安、太保的平均综合成本率分别为 97.9%、97.4%和 98.3%。

2007-2010 年，统一了费率条款，发布了限折令，在政策上对恶性竞争进行了严格限制，但三年间人保、平安和太保的平均综合成本率分别为 102.5%、101.5%和 99.9%，明显高于费率市场化的 2003-2006 年。

政策无法解释承保盈利周期！原因何在？ 价格管制或许可以管住价格，但管不住费用，将综合成本率分解一下就很清楚，2003-2010 年赔付率

总体保持稳定，但统一价格后，人保、平安和太保 2007-2010 年的费用率分别比价格放开时的 2003-2006 年提高了 5%、4% 和 1%。显然，价格控制并不能管住竞争。

表 3: 2003-2010 年三大产险公司承保盈利情况

	2003	2004	2005	2006	盈利期 平均	2007	2008	2009	亏损期 平均	2010	2011.1H
人保财险											
费用率	24.4%	22.2%	29.1%	29.5%	26.3%	33.8%	27.4%	33.1%	31.4%	30.4%	27.6%
赔付率	71.9%	76.8%	68.1%	69.4%	71.6%	68.3%	75.9%	69.2%	71.1%	67.4%	64.9%
综合成本率	96.3%	99.0%	97.2%	98.9%	97.9%	102.1%	103.3%	102.2%	102.5%	97.8%	92.5%
平安财险											
费用率	31.2%	35.2%	35.9%	40.2%	35.6%	40.7%	35.9%	41.6%	39.4%	37.8%	34.7%
赔付率	66.4%	59.8%	61.0%	59.7%	61.7%	61.1%	68.1%	57.0%	62.1%	55.4%	58.2%
综合成本率	97.6%	95.0%	96.9%	99.9%	97.4%	101.8%	104.0%	98.6%	101.5%	93.2%	92.9%
太保财险											
费用率		36.3%	35.9%	39.5%	37.2%	40.2%	37.3%	36.5%	38.0%	36.3%	34.5%
赔付率		63.5%	59.2%	60.4%	61.0%	59.7%	64.9%	61.0%	61.9%	57.4%	56.6%
综合成本率		99.8%	95.1%	99.9%	98.3%	99.9%	102.2%	97.5%	99.9%	93.7%	91.1%

数据来源：公司公告，国泰君安证券。

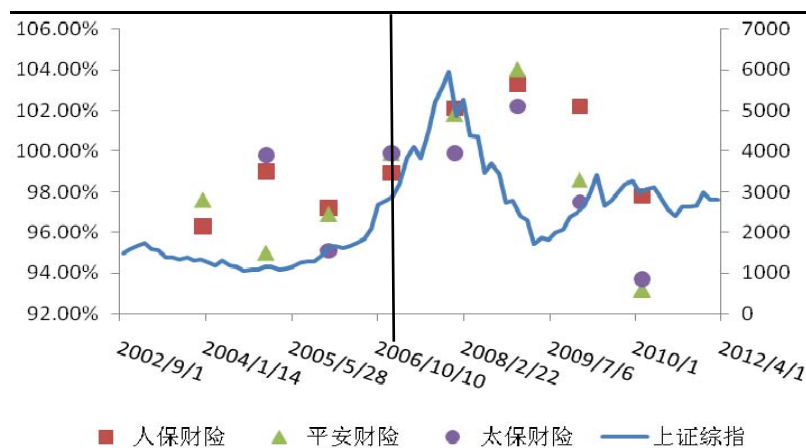
1.3. 车险竞争的源动力是什么？公司盈利与汽车销量！

公司盈利是市场竞争的内在核心动因，而汽车销量是市场竞争的外在关键变量。

2003 年车险费率放开后，市场竞争加剧，但由于当时利率很低，资本市场不景气且保险的权益投资也很少有，投资收益对盈利的贡献有限，难以靠投资收益来弥补承保亏损，因此，车险价格一降，综合成本率上升，公司亏损压力就很大，同时汽车销量也比较平稳，因此价格战很难持续。综合成本率也很压到 100% 以下。

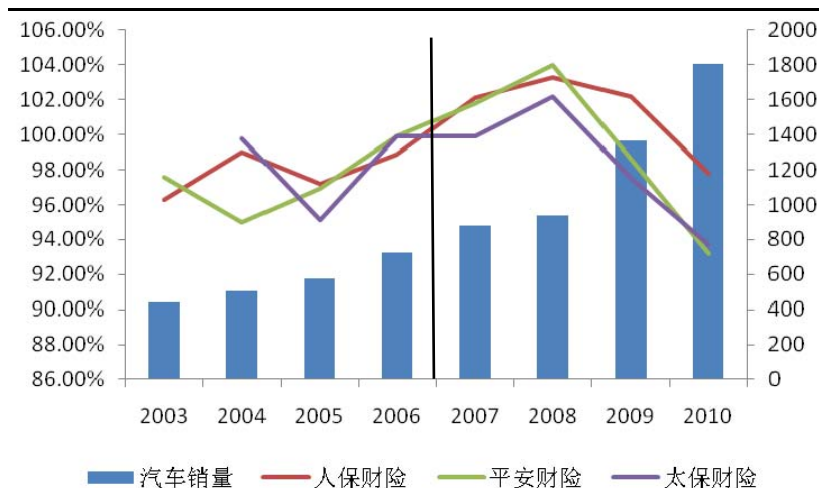
2007 年开始虽然统一市场的费率条款，但由于 2006-2007 年的资本牛市带来可观的投资收益，公司盈利很高，同时汽车销量增速出现下降，市场竞争就异常激烈，有投资收益作为支撑，综合成本率上升到 100% 以上，承保出现亏损。

图 18: 投资收益高是 2007 年统一费率仍管不住过度竞争的核心原因



数据来源：Bloomberg，公司公告，国泰君安证券

图 19: 汽车销量对市场竞争和综合成本率也有很大影响



数据来源: WIND, 公司公告, 国泰君安证券

表 4: 承保周期的源动力: 公司盈利水平 (投资收益) 而不是政策管制

单位: 百万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011.1H
人保财险									
已赚保费	40409	50628	53384	55616	68728	80019	93296	122990	65946
投资收益	950	338	1,142	4,061	7383	3775	4440	4853	2601
净利润	1451	134	940	2082	2991	109	1783	5212	5288
净利润/已赚保费	3.59%	0.26%	1.76%	3.74%	4.35%	0.14%	1.91%	4.24%	8.02%
投资收益/已赚保费	2.35%	0.67%	2.14%	7.30%	10.74%	4.72%	4.76%	3.95%	3.94%
平安财险									
已赚保费	5822	6583	8331	11226	15795	20474	28507	45538	29442
投资收益	285	252	396	615	2490	1976	1524	2092	1576
净利润	137	283	289	582	1484	408	674.8	3865	2693
净利润/已赚保费	2.35%	4.30%	3.47%	5.18%	9.40%	1.99%	2.37%	8.49%	9.15%
投资收益/已赚保费	4.90%	3.83%	4.75%	5.48%	15.76%	9.65%	5.35%	4.59%	5.35%
太保财险									
已赚保费		7462	10970	12254	16753	20132	24910	35086	22042
投资收益		372	844	1112	3782	1514	1378	2438	1416
净利润		72	579	532	2243	366	1422	3511	2342
净利润/已赚保费		0.96%	5.28%	4.34%	13.39%	1.82%	5.71%	10.01%	10.63%
投资收益/已赚保费		4.99%	7.69%	9.07%	22.58%	7.52%	5.53%	6.95%	6.42%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券。

1.4. 当前的费率市场化改革不过是顺水推舟

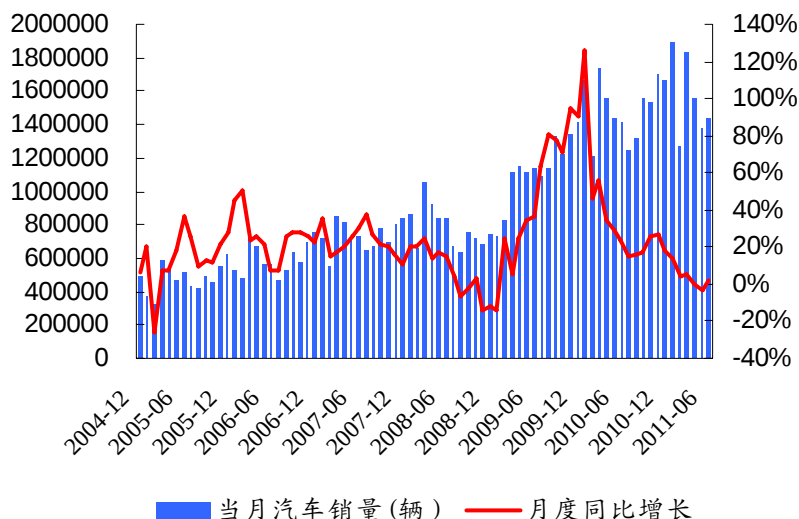
公司盈利和汽车销量是车险竞争的两大源动力, 2007 年开始的竞争主要源于 2006-2007 年牛市带来的投资收益, 2010 年以后, 车险竞争的环境明显形成:

一是虽然前两年投资收益不行, 但由于汽车销量大幅增长、综合成本率下降到 92%-93% 的历史低点, 产险公司盈利非常丰厚;

二是汽车销量经历高速增长后, 增速开始下降。

因此，不管费率是否市场化，竞争加剧是必然趋势，市场化无非是使竞争更透明化，并主要通过价格竞争使消费者得利，而继续价格管制则很可能回到 2007 年后的竞争格局，即主要通过费用和不透明的方式进行竞争。

图 20：汽车销量经过高增速后快速回落



数据来源：中汽协，国泰君安证券。

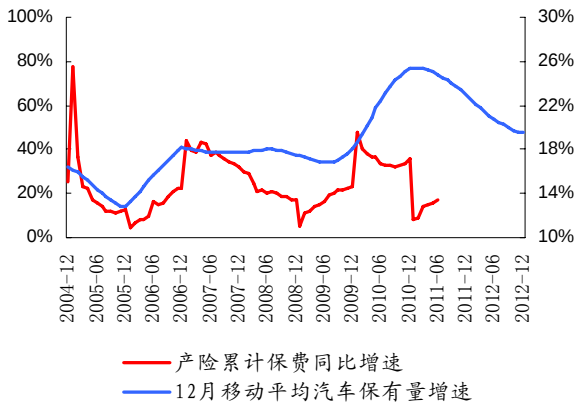
1.5. 盈利景气度可持续，增速下降无可避免

虽然新一轮的车险竞争难以避免，但三个因素对新一轮的竞争产生约束：一是车险信息平台的建立和完善，增强了产险公司的辨识力，为市场的理性竞争提供了可能；二是监管体系和能力的加强也为防范恶性竞争提供了一道安全屏障；三是资本市场的持续低迷也让公司在竞争时不得不有所顾忌。

在不出现恶性竞争的前提下，车险盈利的景气度持续较长一段时间。因为已赚保费的最高期虽然出现在 2011 年 1 季度，但 2010 年 2 季度至 2012 年 1 季度均处于高位。但是，盈利增速的下降却无可避免。

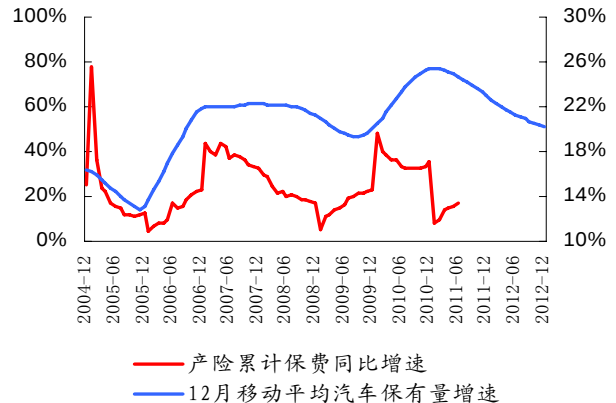
车险保费在收到后的 12 个月内逐月确认为已赚保费收入，实现利润，我们以汽车保有量的 12 个月移动平均数作为车险已赚保费的观察指标。因不公布月度汽车保有量数据，根据年初保有量加新车销售量估计每月的保有量数据，但这一数据未考虑汽车报废因素，因此对年终数进行了调整。若不考虑调整报废车辆对 12 月数据的冲击，直接采用累加新车的估计数，则高点会前移 1-2 个季度。

图 21: 汽车保有量 12 月移动平均数达到高峰后将有下降, 但仍保持在高位



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券。

图 22: 若不考虑调整报废车辆对 12 月数据的冲击, 直接用累加新车的估计数, 则高点会前移 1-2 个季度



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券。

4. 结论与建议

从全球市场来看, 车险综合成本率有一定的周期性, 承保周期大多在 5 年左右。承保利润总体不高, 大部分时期综合成本率在 100% 以上, 但近期中枢在下移。

从美国数据来看, 车险综合成本率的周期变化源于价格变化。在车险价格到达最低点 1-2 年之内, 综合成本率到达最高点, 然后价格逐渐上升到最高点, 综合成本率随之到达最低。

车险价格与资本市场有着完美的负相关, 显然资本市场对公司盈利有重要影响, 从影响价格竞争行为。车险价格管制短期内有明显影响, 但不能影响整个周期, 而美国汽车销量对车险价格的影响也不明显。

从市场的反应来看, 总体上是有效的。产险估值与车险价格正相关且基本同步。当车险价格上升时, 产险公司的市盈率上升, 上升速度快于市场; 反之, 当车险价格下降时, 则估值水平下降且快于市场。由于综合成本率迟于车险价格, 因而很多产险公司的估值水平与承保利润率存在反向关系。

但市场可能高估政策的影响, 美国市场对车险费率放开就存在过度反应: 费率放开后, 车险价格很快就触底反转, 但市场的负面反应却持续了较长一段时间。

价格不是我国车险盈亏的决定因素, 竞争主要体现在费用上, 费用率决定了综合成本率。我国车险市场 2003-2006 年属于自由竞争阶段, 2007-2010 是价格管制阶段, 但是, 2007-2010 年的综合成本率明显高于 2003-2006 年, 原因是后一阶段的费用率明显高于前一阶段。

公司盈利和汽车销量是我国车险竞争的两大源动力, 2007 年开始的竞争主要源于 2006-2007 年牛市带来的投资收益, 虽有价格管制, 但通过费用等方式的竞争很激烈, 导致费用率上升, 承保亏损。

从公司盈利与汽车销量来看，新一轮的车险竞争难以避免，但三个因素对新一轮的竞争产生约束：一是车险信息平台的建立和完善，增强了产险公司的辨识力，为市场的理性竞争提供了可能；二是监管体系 and 能力的加强也为防范恶性竞争提供了一道安全屏障；三是资本市场的持续低迷也让公司在竞争时不得不有所顾忌。

在不出现恶性竞争的前提下，车险盈利的景气度将可持续到 2012 年 1 季度。已赚保费的最高期虽然出现在 2011 年 1 季度，但 2010 年 2 季度至 2012 年 1 季度均处于高位。不过，盈利增速的下降却无可避免。

A 股市场没有专门的上市产险公司，平安和太保隐含的产险业务估值水平只有 10 倍市盈率，无论是相对于香港上市的中国财险还是国外产险公司，这一估值水平偏低。即使未来盈利增速下降，估值水平也不应再下降。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		